

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Agosto 27 de 2013

TES de largo plazo: ¿Cuál es su empinamiento y cuál su tasa de interés?

A raíz del anuncio de la “normalización monetaria” de la FED en mayo de este año, habíamos comentado sobre la reversión que se había producido en los flujos de capital, donde el *off-shore* había ido a engrosar los portafolios de renta variable de los países desarrollados. Ello había implicado: i) desvalorizaciones de la renta variable en emergentes hasta del -13% durante el primer semestre del 2013, lo cual sólo había empezado a corregir hacia finales de julio y principios de agosto; ii) un “efecto riqueza” negativo para los hogares de esos países emergentes, que desacelerará su crecimiento económico, donde el crecimiento promedio de los BRICs sería de 5.5% frente al 8% anual del período 2001-2008; y iii) un empinamiento de las curvas de la renta fija, donde los Tesoros de los Estados Unidos habían pasado del 1.7% al 2.5% durante abril-julio y, en el caso de Colombia, se observaba un destrozo de valor al elevarse en casi 200pbs y llegar a 6.7% los TES con referencia a 10 años, agravado todo esto por la amenaza de cambios regulatorios de las AFPs (ver *Comentario Económico del Día* 30 de julio de 2013).

Decíamos también que, en el futuro cercano 2014-2015, Colombia estará enfrentando un doble desafío frente a este complejo entorno global de “normalización monetaria”. En el frente financiero, deberá “timonear” los ires y venires de los capitales golondrina, ahora aderezados con la rebaja impositiva del 33% al 14% en el caso de la renta fija. Y, en el frente del sector real, deberá aplicarse de mejor manera en sus tareas estructurales de infraestructura, orden público y flexibilización del mercado laboral para poder competir de mejor manera frente a un gran cúmulo de TLCs que son irreversibles y que están poniendo a prueba sectores tan vitales como el agro y la industria.

Ahora, caben varias preguntas relativas al comportamiento de los TES *benchmark* hacia el mediano plazo (con vencimientos a 10 años, hacia el 2024): ¿Cuál debe ser el empinamiento esperado de dicha cotización al compararlo con la tasa del mercado de dinero de corto plazo? Y ¿Cuál su tasa de interés de largo plazo, una vez se tiene en cuenta que muy seguramente antes de finalizar el 2013 todas las calificadoras de riesgo habrán mejorado su nota en un escalón, dejándola en niveles de BBB (en nomenclatura S&P)?

El gráfico 1 ilustra cómo dicho empinamiento de los TES *benchmark* era tan sólo de unos 150pbs en agosto del 2012, cuando la norma histórica había sido de unos 350-400pbs, antes de registrarse globalmente el efecto de las generosas inyecciones de liquidez de la FED, antes comentadas. El mercado ha considerado, con algo de razón, que esos empinamientos de sólo 150pbs eran insostenibles, a pesar de las mejores perspectivas fiscales de Colombia, y que debería venir una corrección al alza. Como ya lo explicamos, hubo un deterioro durante abril-julio, dejando actualmente dicho empinamiento de la curva de TES en

**CRÉDITOS DE LIQUIDEZ
Y CARTERA ORDINARIA.**

Continúa

Dos excelentes alternativas
para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa.

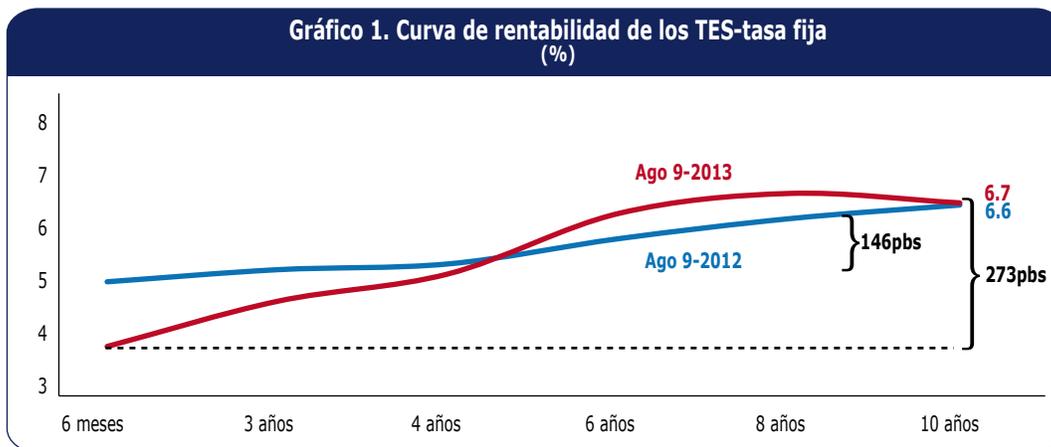
www.bancoavillas.com.co

Director: Sergio Clavijo
 Con la colaboración de Nelson Vera

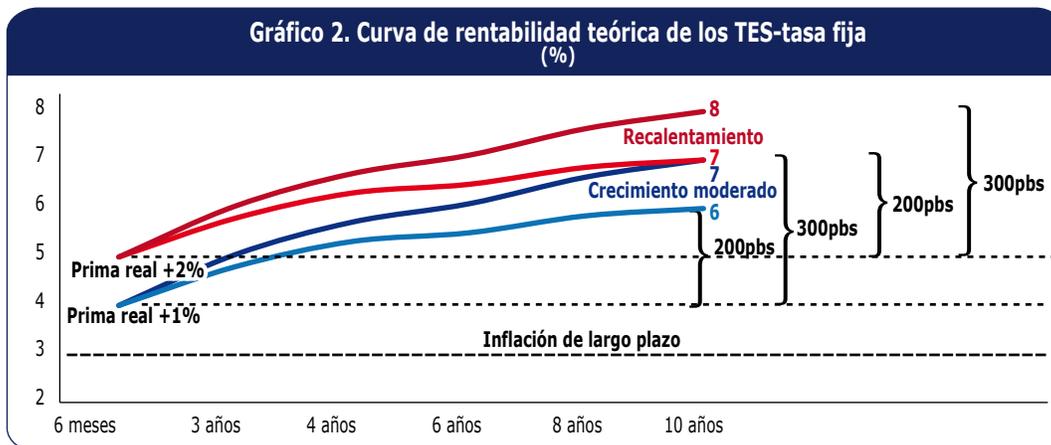
unos 273 puntos, no muy distante de los 300pbs que se observaban antes de la mejoría en las perspectivas de Colombia que anunciara S&P en agosto del 2012 (ver *Comentario Económico del Día* 6 de agosto de 2013). Dicho de otra manera, bajo condiciones de “normalización monetaria” global y local, y suponiendo convergencia hacia el crecimiento potencial del 4-4.5% en Colombia, cabría esperar un empinamiento de la curva de los TES *benchmark* en el rango 200-300pbs.

La pregunta sobre el nivel esperado de las tasas de los TES de largo plazo es algo más complicada de responder. Para hacerlo, probablemente lo más aconsejable es partir del mercado de dinero, suponiendo que el Banco de la República (BR) seguirá honrando su compromiso de mantener la inflación de largo plazo cerca del 3%, como en efecto ha podido hacerlo durante todo el período 2010-2013. Esto implica que “la tasa neutral” del BR probablemente se estabilizaría en la franja del 4% al 5% nominal, donde se tendría una tasa real fluctuando entre el 1% y el 2%.

Si retomamos la hipótesis anterior sobre un empinamiento en el rango de 200-300pbs, estaríamos implícitamente concluyendo que las tasas de largo plazo de los TES estarían entre el 6% y el 7% en los ciclos de crecimiento moderado del PIB-real (cercaos al 4% anual) y seguramente podrían elevarse a la franja del 7% al 8% en momentos de “recalentamiento” de la economía colombiana, ver gráfico 2. Claramente el período 2013-2014 apunta hacia crecimientos cercanos al 4% anual, luego seguramente los TES *benchmark* estarán fluctuando en la franja del 6% al 7%, franja consistente con las “apuestas” actuales del mercado.



Fuente: cálculos Anif con base en SEN.



Fuente: cálculos Anif con base en SEN.